

### **BAB III**

## **PERKEMBANGAN KEBIJAKAN MONETER DAN RESPON PASAR KEUANGAN INDONESIA**

### **3.1. Perkembangan Kebijakan Moneter**

Dalam UU no 13 tahun 1968 tentang Bank Sentral, Bank Indonesia mempunyai beberapa fungsi yaitu sebagai agen pembangunan, 'kasir negara', *lender of last resort*, bank sirkulasi dengan hak tunggal mengedarkan uang, serta melakukan pengawasan dan pembinaan bank.

Kebijakan pemerintah yang signifikan mempengaruhi perkembangan sistem keuangan, dimulai dari paket kebijakan deregulasi perbankan 1 Juni 1983 (PAKJUN) sebagai awal liberalisasi perbankan. Dengan perkembangan sektor keuangan ini Bank Indonesia dalam melakukan pengendalian moneter diarahkan pada jumlah uang beredar (M1 dan M2) sebagai sasaran antara dan uang primer (M0) sebagai sasaran operasional. Sementara itu, operasi di pasar uang dilakukan melalui lelang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sejak tahun 1984. Pada tahun 1988, untuk mendorong perekonomian dalam negeri dalam menghadapi persaingan global pemerintah mengeluarkan paket kebijakan 27 Oktober 1988 (PAKTO), dengan kebijakan penurunan *reserve requirement* dan pelonggaran izin pendirian bank.

Dua kebijakan tersebut telah mendorong perkembangan pesat perbankan dan lembaga keuangan lainnya. Namun akibat operasi dan produk perbankan yang semakin bervariasi dalam berbagai instrumen pasar uang, serta perkembangan pesat di pasar modal baik dalam bentuk volume transaksi maupun jenis surat berharga yang diperdagangkan, mengakibatkan renggangnya hubungan antara uang beredar dengan inflasi maupun output di sektor riil, khususnya dalam jangka pendek.

Paska PAKTO, perkembangan bank yang pesat ternyata tidak dibarengi dengan profesionalisme dari pemilik dan pengurus bank, telah menyebabkan kondisi perbankan nasional memburuk dengan meningkatnya

jumlah kredit macet akibat besarnya pelanggaran batas minimum pemberian kredit (BMPK). Kebijakan koreksi dikeluarkan dengan paket deregulasi 29 Mei 1993 (PAKMEI) untuk menyempurnakan modal minimum bank, dan mengatur BMPK kepada kelompok besarnya.

Paska PAKMEI terjadi periode *boom* pada perekonomian Indonesia yang mendorong bank menjadi terlalu ekspansif. Permintaan kredit yang tinggi membuat bank merasa perlu untuk mencari pinjaman dari LN. Besarnya aliran dana dari luar tersebut di satu sisi bagus karena mampu menutup kesenjangan tabungan – investasi sehingga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi dan pembangunan nasional. Namun di sisi lain aliran dana tersebut menimbulkan permasalahan, karena umumnya dana tersebut bersifat jangka pendek dan tidak memperhitungkan resiko perubahan nilai tukar, serta penggunaannya untuk proyek swasta jangka panjang dan tidak menghasilkan devisa.

Bank Indonesia kemudian aktif melakukan penyerapan kelebihan likuiditas dalam perekonomian sehingga mendorong kenaikan suku bunga dalam negeri, namun kenaikan suku bunga itu ternyata justru semakin mendorong masuknya aliran dana luar negeri. Meningkatnya jumlah pinjaman luar negeri swasta, yang diperburuk dengan banyak proyek dengan dana luar tersebut yang tidak dijalankan dengan prinsip pengelolaan usaha yang sehat, telah memicu timbulnya krisis pada tahun 1997.

Evaluasi terhadap pelaksanaan kebijakan moneter yang tidak optimal dan berdasarkan temuan empiris di berbagai negara melandasi dikeluarkannya UU No.23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia yang kemudian di amandemen dengan UU no. 3 tahun 2004. Di bawah undang-undang yang baru ini Bank Indonesia diberikan wewenang untuk menjadi lebih independen dalam pengelolaan kebijakan moneternya.

Salah satu perubahan kebijakan dalam naungan payung hukum yang baru adalah bila sebelumnya untuk mengendalikan inflasi BI menggunakan uang beredar sebagai sasaran operasionalnya, maka sejak Juli 2005 seiring dengan penerapan *inflation targeting framework* (ITF) Bank Indonesia merubah sasaran operasionalnya menjadi suku bunga (BI-Rate).

*Inflation Targeting Framework* adalah sebuah kerangka kebijakan moneter yang ditandai dengan pengumuman oleh bank sentral yang independen kepada publik mengenai target inflasi yang hendak dicapai dalam beberapa periode ke depan. Secara eksplisit dinyatakan bahwa inflasi yang rendah dan stabil merupakan tujuan utama dari kebijakan moneter.

BI-Rate adalah suku bunga instrumen sinyaling Bank Indonesia yang ditetapkan pada Rapat Dewan Gubernur sebagai respon (*stance*) kebijakan moneter, untuk menjamin agar pergerakan inflasi dan ekonomi ke depan tetap berada pada jalur pencapaian sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Penetapan BI Rate dilakukan dengan mempertimbangkan perkembangan perkiraan inflasi ke depan, dinamika perekonomian terkini, dan stabilitas sistem keuangan.

Secara internal, BI Rate digunakan sebagai acuan dalam pelaksanaan operasi pengendalian moneter untuk mengarahkan agar rata-rata tertimbang suku bunga SBI 1 bulan hasil lelang OPT berada di sekitar BI Rate. Secara eksternal, BI Rate ini akan diacu oleh pelaku pasar dalam penentuan suku bunga PUAB, deposito, dan kredit (Lap. Tahunan Bank Indonesia, 2005:116).

Namun pada tahun 2008 terjadi perubahan kebijakan moneter dalam rangka OPT, dilandasi oleh pertimbangan fluktuasi yang tajam dari suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB). PUAB sebagai transaksi keuangan antar bank dengan tenor terpendek O/N yang dijadikan sarana oleh bank untuk menutup kekurangan likuiditasnya, dengan demikian bila fluktuasi suku bunga yang terjadi di dalamnya cukup tajam maka akan bisa berpengaruh terhadap suku bunga simpanan dan pinjaman bank. Sejak Januari 2008 Bank Indonesia memulai proses pentahapan penyempurnaan kerangka operasional kebijakan moneter dan sejak 9 Juni 2008 suku bunga PUAB O/N secara resmi digunakan sebagai target operasional kebijakan moneter, menggantikan SBI 1 bulan Lelang SBI tidak lagi secara *fixed rate* (rate ditentukan oleh BI) berubah menjadi secara *variable rate*, dimana rate ditentukan oleh pelaku lelang (Lap. Perekonomian Indonesia, 2008: 149).

Perubahan strategi kebijakan moneter dalam rangka OPT tersebut telah menyebabkan SBI yang sebelumnya bergerak ‘menempel’ pada BI Rate menjadi tidak lagi seirama.



Gambar 3.1. Perkembangan BI Rate dan suku bunga SBI 1 bulan

Sumber : data SEKI – Bank Indonesia

Sebelum perubahan kebijakan di bidang OPT tersebut, lelang SBI dilakukan berdasarkan *fixed rate*, dimana suku bunga lelang ditetapkan oleh BI dengan mengacu pada BI Rate yang telah ditetapkan sebelumnya. Sebagaimana sampel pengumuman lelang SBI yang dilakukan pada bulan September – November 2006 dibawah ini.

Tabel3.1. Pengumuman lelang SBI 1 bulan, bulan Sep – Nov 2006

Pengumuman BI Rate		Pengumuman lelang SBI	
05-Sep-06	11.25%	30-Aug-06	11.75%
		6-Sep-06	11.25%
		13-Sep-06	11.25%
		20-Sep-06	11.25%
		27-Sep-08	11.25%
05-Oct-06	10.75%	4-Oct-06	11.25%
		11-Oct-06	10.75%
		18-Oct-06	10.75%
07-Nov-06	10.25%	1-Nov-06	10.75%
		8-Nov-06	12.25%

Sumber : siaran pers BI – website <http://www.bi.go.id> (diolah kembali)

Sementara sejak ada perubahan kebijakan di bidang OPT 2008, sistem lelang SBI berubah menjadi berdasarkan *variable rate*, dimana BI hanya menentukan range suku bunga lelang sementara suku bunga SBI hasil lelang merupakan hasil keseimbangan antara permintaan dan penawaran. Sebagaimana sampel pengumuman lelang SBI yang dilakukan pada bulan April – Juli 2008 dibawah ini.

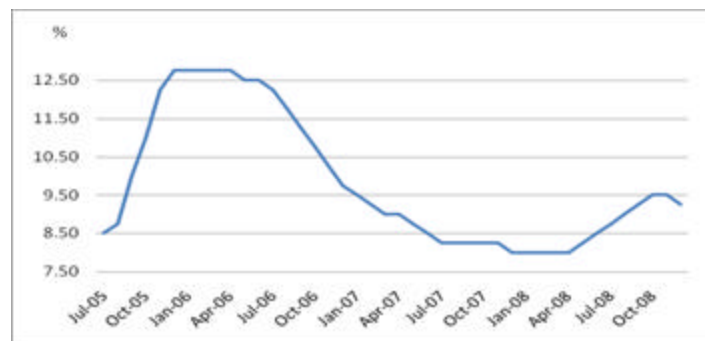
Tabel 3.2. Pengumuman lelang SBI 1 bulan, bulan Apr – Jul 2008

Pengumuman BI Rate		Lelang SBI		
Tgl.	BI Rate	Tgl.	Kisaran Rate	RRT SBI
06-May-08	8.25%	30-Apr-08	7.80% - 8.10%	7.99%
		7-May-08	7.90% - 8.30%	8.21%
		14-May-08	8.10% - 8.50%	8.24%
		21-May-08	8.15% - 8.40%	8.26%
		27-May-08	8.15% - 8.80%	8.31%
05-Jun-08	8.50%	4-Jun-08	8.20% - 8.90%	8.35%
		11-Jun-08	8.26% - 9.00%	8.59%
		18-Jun-08	8.50% - 9.00%	8.69%
		25-Jun-08	8.50% - 9.10%	8.73%
		2-Jul-08	8.25% - 9.00%	8.77%
03-Jul-08	8.75%			

Sumber : siaran pers BI – website <http://www.bi.go.id> (diolah kembali)

### 3.2. Perkembangan BI Rate

Perkembangan BI Rate sejak mulai digunakan pada Juli 2005 sampai dengan akhir tahun 2008 secara umum adalah sebagai berikut :



Gambar 3.2. Perkembangan BI Rate periode Juli 2005 – Desember 2008

Sumber : data SEKI – Bank Indonesia

Tabel 3.3. Perkembangan Kebijakan BI Rate

Periode	Kondisi ekonomi makro	Kebijakan BI Rate
Jul 2005 – Des 2005	<p>(1) Melemahnya nilai tukar thd USD akibat pengaruh dari faktor eksternal : meningkatnya suku bunga Fed Fund yang mendorong arus dana keluar, serta melonjaknya harga minyak dunia yang mendekati USD 70/barrel hingga menimbulkan tingginya permintaan valas terutama untuk membiayai impor minyak</p> <p>(2) Kenaikan harga BBM (Okt) mencapai rata-rata berkisar 127% hingga mendorong inflasi mencapai 17,11% pada akhir tahun 2005 ; ekspektasi masyarakat thd inflasi tinggi, ada perilaku masy menimbun barang yg justru mendorong inflasi</p> <p>(3) Meningkatnya suku bunga secara signifikan sebagai akibat tekanan inflasi; ekses likuiditas karena bank berhati2 dlm penyaluran kredit</p>	Mulai dari 8,5% pada Juli 2005 terus meningkat hingga level 12,75% (naik 425 bps)
Jan – Apr 2006	<p>(1) Dalam rangka mempercepat pemulihan ekonomi, pemerintah menetapkan berbagai stimulus melalui paket kebijakan investasi dan infrastruktur pada awal tahun.</p> <p>(2) Membaiknya kondisi makroekonomi dan pergerakan inflasi mulai menurun.</p>	Untuk membawa inflasi ke level lebih rendah BI mempertahankan di level 12,75%, dgn tujuan menahan pengeluaran masyarakat diharapkan dpt meredam inflasi
Mei 2006 – Jul 2007	<p>(1) Pemerintah mengeluarkan paket kebijakan sektor keuangan pada awal semester II 2006.</p> <p>(2) Inflasi berangsur-angsur menurun mjd 6,6% (Des), daya beli masyarakat kembali pulih dan optimisme terhadap prospek ekonomi semakin positif</p> <p>(3) Maret 2007 masalah <i>subprime mortgage</i> mulai muncul tapi belum berdampak signifikan pada kestabilan ekonomi</p>	Pelonggaran BI Rate dengan konsisten menurunkannya secara bertahap hingga mencapai level 8,25%
Jul – Nov 2007	(1) Masalah subprime makin menguat. Perubahan perilaku investor menyebabkan nilai tukar Rp dan negara2 emerging market melemah.	Menahan penurunan BI Rate, dipertahankan di level 8,25% s.d. Nov

	(2) Harga minyak dunia membubung (3) Inflasi banyak dipicu oleh faktor eksternal	2007 untuk menahan inflasi dan tekanan di pasar keuangan.
Des 2007	Ekpektasi inflasi terjaga, kapasitas produksi mencukupi, pasar keuangan telah mencapai keseimbangan baru	BI Rate di turunkan menjadi 8%
Jan – Apr 2008	(1) Nilai tukar USD melemah, arus dana investasi beralih ke pasar komoditi. Harga komoditas dunia melonjak. (2) Harga minyak mentah dunia terus naik. (3) Inflasi banyak dipicu oleh faktor eksternal	BI Rate di pertahankan di level 8% dengan pertimbangan masih tingginya potensi resiko tekanan inflasi
Mei – Des 2008	(1) Meningkatnya intensitas gejolak pasar keuangan global dan juga harga komoditas. (2) Di semester 1, Harga minyak dunia sempat mencapai level tertinggi USD 150/barrel. (3) Memasuki semester 2 terjadi penurunan kegiatan ekonomi, dan transaksi spekulatif di pasar komoditi menurun. Harga komoditas menurun tajam (4) Harga minyak dan komoditas menurun tajam, pada akhir semester 2 menjadi USD 44,6/barrel	BI Rate naik sampai dengan level 9,5% (naik 150 bps) s.d bln November. Kemudian di turunkan 25 bps d bulan Desember dengan pertimbangan untuk menahan pelambatan ekonomi yang lebih mendalam dan mengurangi tekanan di pasar keuangan

Sumber : Publikasi BI - Stabilitas Sistem Keuangan (beberapa edisi), telah diolah kembali

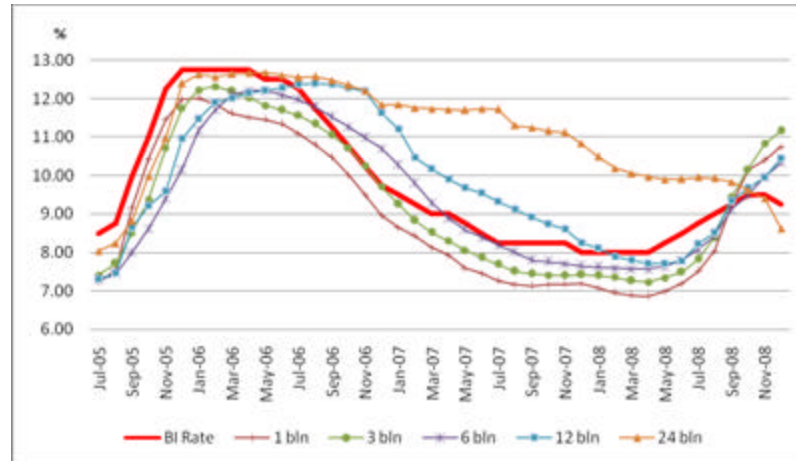
### 3.3. Respon Suku Bunga Perbankan terhadap BI Rate

BI Rate sebagai sebuah kebijakan moneter diharapkan akan menjadi suku bunga acuan dalam pembentukan suku bunga baik simpanan maupun pinjaman di perbankan. Otoritas moneter berharap pergerakan suku bunga tidak terlalu jauh menyimpang dari suku bunga acuan agar roda perekonomian bisa bergerak dengan baik dan target yang diharapkan tercapai, yaitu inflasi yang rendah dan stabil.

Dari hasil pengamatan, selama periode Juli 2005 – Desember 2008, respon dari suku bunga simpanan deposito terhadap kebijakan suku bunga acuan (BI Rate) yang ditetapkan oleh BI ternyata cukup kuat. Pada gambar 3.3. terlihat suku bunga deposito dengan tenor 1 bulan, 3 bulan, dan 6 bulan

Universitas Indonesia

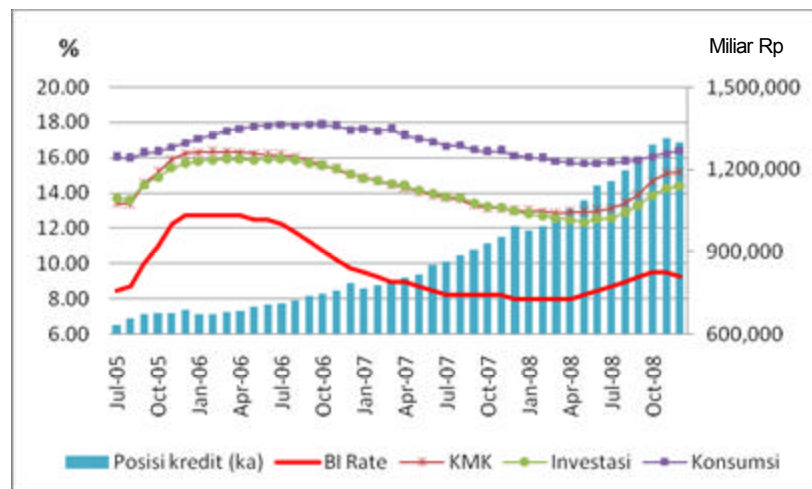
memberikan respon yang cukup kuat terhadap perubahan BI Rate, sementara suku bunga tenor 12 bulan responnya lebih lambat dan tenor 24 bulan cenderung tidak memberikan respon pada perubahan BI Rate.



Gambar 3.3. BI Rate dan suku bunga deposito

Sumber : data SEKI –Bank Indonesia

Sementara itu respon dari suku bunga kredit terhadap perubahan BI Rate cenderung lebih lambat dibandingkan suku bunga deposito sebagaimana ditunjukkan oleh gambar dibawah ini.

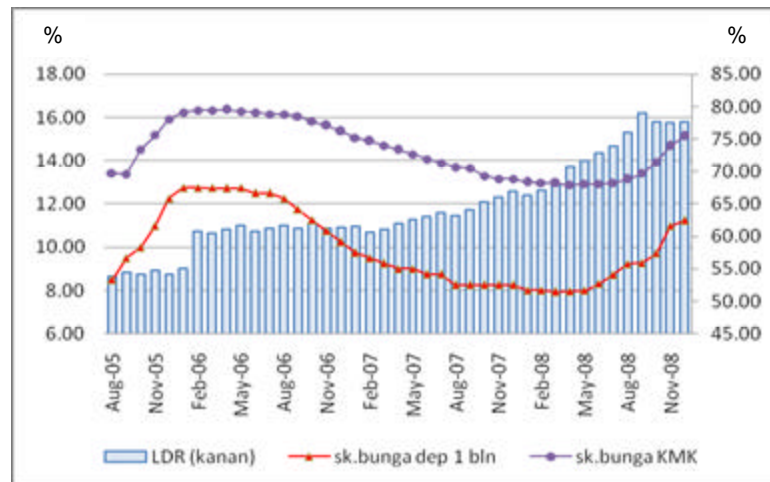


Gambar 3.4. BI Rate dan suku bunga kredit

Sumber : data SEKI –Bank Indonesia



*Loan to deposit ratio* (LDR) sebagai rasio pertumbuhan kredit dibandingkan tingkat pertumbuhan dana simpanan masyarakat di bank sejak Agustus 2007 menunjukkan trend yang terus meningkat. Hal ini berarti bahwa tingkat pertumbuhan kredit lebih tinggi dari tingkat pertumbuhan DPK.



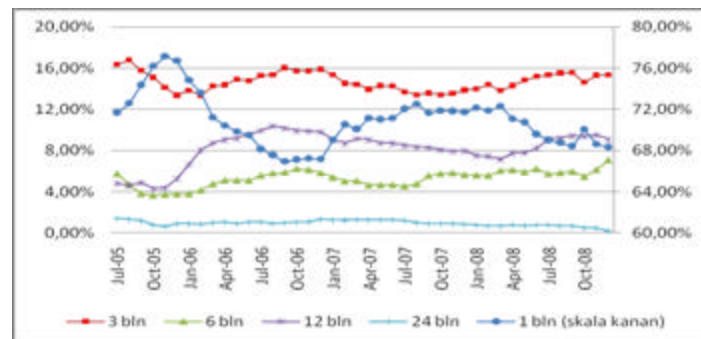
Gambar 3.5. *Spread* suku bunga an LDR

Sumber : data SEKI – Bank Indonesia

Untuk memenuhi tingginya permintaan kredit tersebut harus diimbangi dengan usaha bank untuk meningkatkan pertumbuhan dana masyarakat yang dihipunnya, terutama pada simpanan masyarakat yang berjangka waktu menengah dan panjang untuk mengurangi resiko akibat terjadi *mismatch* (perbedaan jangka waktu) dalam penyaluran kredit. Usaha bank untuk lebih menarik simpanan masyarakat pada simpanan yang berjangka waktu menengah dan panjang terlihat dengan pelambatan penurunan suku bunga nya dibandingkan penurunan suku bunga jangka pendek, terlihat pada periode tahun 2006 terjadi penurunan pertumbuhan dana deposito tenor 1 bulan yang dan terjadi peningkatan pertumbuhan pada tenor 3, 6 dan 12 bulan.

Secara keseluruhan simpanan masyarakat didominasi oleh deposito tenor 1 bulan, dimana pada periode Desember 2008 DPK dalam bentuk deposito rata-rata mencapai 47,85% dari total DPK (dibanding tabungan dan giro), dan dana simpanan deposito sendiri didominasi oleh tenor 1

bulan dengan rata-rata 70,90% dari seluruh dana deposito, diikuti tenor 3 bulan sebesar 14,70% (data SEKI).



Gambar 3.6. Pertumbuhan Dana Deposito  
Sumber : data SEKI – Bank Indonesia

Penyaluran kredit bank didominasi oleh kredit modal kerja, dimana pada posisi Desember 2008 persentasi KMK mencapai 48,10% dari total kredit, diikuti oleh kredit konsumsi (KK) sebesar 34,47%, dan kredit investasi (KI) sebesar 17,43%. Pangsa penyaluran kredit pada jenis KMK dan KK mencerminkan preferensi bank untuk menyalurkan kredit pada jenis dengan risiko kredit yang lebih terkendali. Hal ini karena KMK umumnya berupa kredit berjangka pendek dalam jumlah yang relatif cukup besar yang diberikan pada debitur-debitur lama yang telah dikenal perbankan, sementara KK biasanya mencakup fasilitas kredit yang relatif lebih kecil dengan debitur mayoritas rumah tangga. Konsentrasi pada KMK dan KK ini membantu mengurangi resiko akibat *mismatch* sumber dana yang dominan berjangka pendek (KSK : 2008/10, hal.29)

Respon suku bunga perbankan terhadap kebijakan BI Rate selama periode Juli 2005 - Desember 2008 secara umum dibagi 3 periode, yaitu :

Tabel 3.4. Perubahan BI Rate dan respon perubahan suku bunga bank

Periode	Besarnya perubahan (dalam %)								
	BIRate	Dep.1	Dep.3	Dep.6	Dep.12	Dep.24	KMK	KI	KK
Jul.05–Apr.06	4.25	4.29	4.62	4.91	4.84	4.62	2.87	2.25	1.63
Mei.06–Apr.08	-4.75	-4.65	-4.80	-4.63	-4.44	-2.70	-3.36	-3.43	-1.91
Mei.08–Des.08	1.25	3.89	3.93	2.77	2.73	-1.34	2.29	1.9	0.66

Sumber : SEKI – Bank Indonesia (diolah kembali)

1. Periode Juli 2005 – April 2006, disaat Bank Indonesia mengeluarkan kebijakan ketat dengan menaikkan dan mempertahankan BI Rate di level yang cukup tinggi (tertinggi mencapai 12,75%) dengan tujuan untuk menurunkan pengeluaran agregat yang diharapkan akan menurunkan (*shift*) permintaan agregat. Sinyal kebijakan BI Rate yang dinaikkan 425 bps selama periode tersebut direspon oleh suku bunga perbankan dengan kenaikan aktif suku bunga deposito, sementara suku bunga pinjaman lebih lambat (perubahannya lebih kecil dari perubahan BI Rate). Kenaikan suku bunga deposito tersebut telah berhasil menarik masyarakat untuk menempatkan dananya di bank, dan tingginya simpanan masyarakat tersebut membuat LDR rata-rata pada periode ini adalah 57,04% yang berarti pertumbuhan kredit sedikit lebih tinggi daripada pertumbuhan DPK, secara nominal pada posisi April 2006 penyaluran kredit merupakan 61,07% dari total DPK (sumber SEKI).
2. Periode Mei 2006 – April 2008, merupakan periode pelonggaran kebijakan moneter seiring dengan penurunan inflasi dan membaiknya perekonomian, dengan menurunkan BI Rate sampai dengan level terendah di 8%, terjadi penurunan sebesar 475 bps selama periode tersebut. Dalam rangka meningkatkan pertumbuhan penyaluran kreditnya kepada dunia usaha, bank merespon dengan menurunkan suku bunga KMK dan KI lebih aktif dengan turun sejumlah 336 bps dan 343 bps, sementara suku bunga KK tetap tinggi dengan hanya turun 191 bps. Respon dari suku bunga deposito mendekati range penurunan BI Rate kecuali untuk tenor 24 bulan yang hanya turun 270 bps, yang berarti bank cenderung ingin tetap mempertahankan simpanan masyarakat pada simpanan jangka panjang tersebut. Turunnya suku bunga kredit telah berhasil menaikkan pertumbuhan kredit, dimana LDR rata-rata naik menjadi 63,87% yang berarti pertumbuhan kredit lebih tinggi daripada pertumbuhan DPK, dimana pada posisi April 2008 penyaluran kredit merupakan 66,02% dari total DPK (sumber : SEKI).
3. Periode Mei – Desember 2008, adalah periode yang diwarnai dengan krisis keuangan global yang memicu terjadinya inflasi di dalam negeri.

**Universitas Indonesia**

Kebijakan moneter kembali diperketat dengan menaikkan BI Rate sampai dengan level tertinggi di 9,5% di bulan November 2008, pada keseluruhan periode ini BI Rate mengalami kenaikan sebesar 125 bps. Bank merespon dengan menaikkan suku bunga deposito jangka pendek lebih tinggi (tenor 1 dan 3 bulan) dibandingkan lainnya (tenor 6 dan 12 bulan), sementara bunga tenor 12 bulan justru menurun 134 bps menunjukkan adanya kecenderungan bank untuk mengurangi deposito jangka panjang ini mengingat pertumbuhannya juga tidak tinggi. Sementara suku bunga kredit juga merespon dengan kenaikan bunga KMK (229 bps), KI (190 bps) dan KK (66 bps).

Pada periode ini permintaan kredit mengalami peningkatan, yang dipengaruhi oleh krisis global yang menyebabkan ketatnya likuiditas di luar sehingga mendorong untuk mencari pinjaman dari dalam negeri. Sehingga LDR rata-rata meningkat dari periode sebelumnya menjadi 76,14%, atau pertumbuhan kredit lebih tinggi daripada pertumbuhan DPK, dimana pada posisi Desember 2008 total yang disalurkan ke kredit adalah 73,67% dari total DPK (sumber : SEKI).

#### **3.4. Respon Indeks Harga Saham Gabungan terhadap BI Rate**

Indeks harga saham gabungan (IHSG) adalah indikator yang digunakan untuk menilai kinerja pasar saham. Indeks ini mencakup pergerakan seluruh harga saham atau sebagai representasi pergerakan seluruh harga saham yang sedang diperdagangkan di bursa. Secara teoritis, kebijakan moneter akan memberikan dampak negatif pada harga saham, kebijakan ekspansif yang mendorong penurunan suku bunga akan meningkatkan indeks harga saham..

Pasar modal Indonesia selama ini banyak disponsori oleh aliran modal pemain asing. Dengan liberalisasi pasar keuangan memungkinkan para investor asing menempatkan investasinya di pasar modal Indonesia ketika terjadi fenomena eksesi likuiditas global. Kondisi akan berbalik ketika sektor keuangan global mengalami krisis yang menyebabkan perusahaan induk/afiliasi investor asing mengalami kesulitan likuiditas,

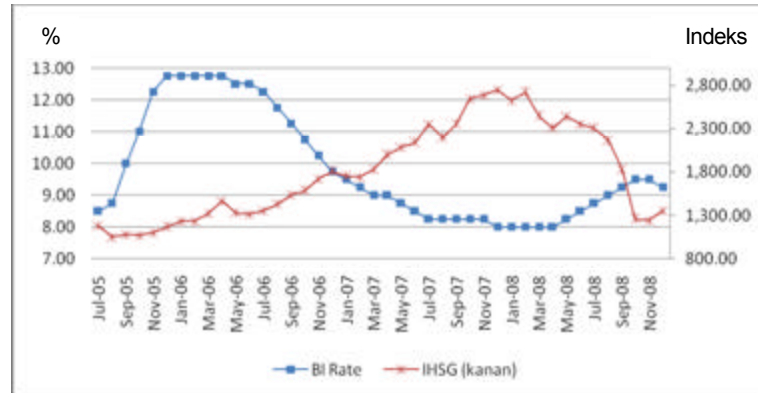
mereka akan menarik investasinya di pasar modal Indonesia untuk membantu likuiditas perusahaan induknya, sehingga terjadi aksi jual secara besar-besaran yang menyebabkan harga saham turun drastis.

Perilaku investor asing sebagian besar juga akan diikuti oleh investor domestik yang selama ini kebanyakan menjadi *follower* di bursa saham. Ketika banyak investor asing menarik investasinya, aksi jual juga akan dilakukan oleh investor domestik dengan harapan masih mendapat keuntungan atau meminimalkan kerugian. Namun jika ketakutan tersebut melanda seluruh pelaku pasar dengan melakukan aksi jual akan menimbulkan kerugian yang dalam. Aksi jual tidak akan sampai menimbulkan *crash*, apabila investor bisa diyakinkan masih adanya ekspektasi *return* yang tinggi di pasar modal Indonesia. Pencapaian tersebut ditopang oleh berbagai faktor domestik dan global. Faktor domestik, antara lain melalui terjaganya stabilitas makroekonomi yang antara lain diwakili oleh pergerakan BI Rate.

Ketika kebijakan moneter cenderung ketat dengan sinyal BI Rate yang terus naik maka akan memberikan sinyal negatif bagi investor mengenai kondisi makroekonomi Indonesia yang akan mendorong investor asing untuk mereposisi investasinya dari pasar modal Indonesia untuk ditempatkan di pasar modal negara lain yang bisa menjanjikan ekspektasi *return* lebih baik. Sebaliknya ketika BI Rate menunjukkan kecenderungan turun atau stabil sebagai sinyal positif dari suatu kebijakan moneter, hal ini akan bisa memberikan keyakinan bagi investor asing mengenai stabilnya kondisi makroekonomi Indonesia, dengan demikian ekspektasi *return* penempatan investasinya di pasar modal Indonesia diharapkan dapat terus terjaga. Bahkan juga bisa menarik investor lainnya untuk masuk.

Pada periode 2006 – 2007 ketika BI Rate banyak memberikan sinyal positif dengan penurunannya yang konsisten telah berhasil menjaga ekspektasi *return* dari para pelaku pasar modal Indonesia. Bahkan di saat mulai munculnya isu *subprime mortgage* sejak bulan Maret 2007 kinerja pasar modal cenderung tetap stabil. Pada akhir tahun 2007 pasar modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia, BEI) dinobatkan sebagai bursa dengan

kinerja terbaik ketiga di kawasan Asia Pasifik setelah bursa Shenzhen dan Shanghai. Pada tahun tersebut indeks harga saham gabungan (IHSG) mengalami peningkatan sebesar 940,3 poin (52,1%) menjadi 2.745,8.



Gambar 3.7. BI Rate dan IHSG

Sumber : data CEIC

Kinerja pasar modal Indonesia berbalik 180 derajat pada tahun 2008, ketika IHSG dan indeks harga saham di hampir semua negara mengalami penurunan sebagai dampak sentimen negatif yang berhembus dari krisis keuangan global. IHSG terkoreksi seiring dengan berhembus isu eksternal, seperti pelemahan ekonomi Amerika dan pengumuman kerugian yang dialami oleh beberapa raksasa perusahaan financial Amerika, yang telah menyebabkan banyak investor asing harus menarik investasinya di Indonesia untuk memperkuat likuiditas perusahaan induknya. Mendekati akhir tahun 2008 ketika kebijakan moneter cenderung berhati-hati, telah berhasil meredam derasnya aliran modal keluar.

### 3.5. Respon Suku Bunga Obligasi Pemerintah terhadap BI Rate

Walaupun obligasi swasta (korporasi) telah berkembang sejak tahun 1983, namun pasar obligasi Indonesia baru berkembang secara signifikan setelah krisis 1997/98 yaitu setelah berkembangnya obligasi pemerintah. Obligasi pemerintah relatif baru berkembang yaitu sejak pemerintah menerbitkan surat utang negara (SUN) pada tahun 1999-2000. Pada awalnya obligasi yang diterbitkan pemerintah adalah obligasi dalam rangka program rekapitalisasi bank-bank yang jatuh akibat krisis Asia 1997/98, sehingga disebut sebagai obligasi rekap.

Universitas Indonesia

Obligasi tersebut tidak secara langsung dapat diperdagangkan di pasar sekunder karena sebelumnya berada dalam portofolio investasi bank. Sejak tahun 2000, Bank Indonesia secara bertahap mengizinkan bank untuk mengalihkan obligasi tersebut dari portofolio investasi ke portofolio perdagangan dan menjualnya di pasar sekunder. Kebijakan ini mendorong meningkatnya permintaan terhadap obligasi pemerintah dari bank non-rekap, perusahaan asuransi, dana pensiun, dan reksadana. Meningkatnya permintaan menyebabkan obligasi pemerintah menjadi lebih dominan daripada obligasi swasta, pada Oktober 2007 obligasi pemerintah mencapai 85% dari total obligasi. Tingginya minat terhadap obligasi pemerintah karena dikategorikan sebagai bentuk investasi yang bebas resiko dan nilai kuponnya lebih tinggi dari suku bunga simpanan bank.

Suku bunga obligasi pemerintah (SUN) ada yang berupa *fixed rate* dan *variabel rate*. Obligasi dengan *variable rate* adalah obligasi pemerintah yang memberikan kupon dengan mengikuti suku bunga yang ada di pasar. Ketika Bank Indonesia melonggarkan kebijakan moneternya dengan menurunkan BI Rate, akan membuat ekspektasi *return* dari investasi dalam bentuk obligasi pemerintah semakin menarik. Kondisi ini akan meningkatkan permintaan dan aktivitas transaksi di pasar obligasi.

## BAB IV METODE PENELITIAN

### 4.1. Metode *Vector Auto Regression (VAR)*

Untuk menguji hubungan saling mempengaruhi antara sinyal kebijakan moneter BI Rate dengan fluktuasi suku bunga di pasar keuangan, pada penelitian ini akan digunakan metode *Vector Auto Regression (VAR)*.

Metode VAR pertama kali diperkenalkan oleh Christopher Sims (1980) sebagai metode yang ditawarkannya karena pada persamaan simultan Sims menganggap bahwa adanya variabel endogen dan eksogen telah menyebabkan keputusan yang diambil bersifat subyektif. Sims berpendapat, jika memang terdapat hubungan yang simultan antar variabel yang diamati, maka variabel-variabel tersebut perlu diperlakukan sama, sehingga tidak ada lagi variabel endogen atau eksogen (Nachrowi, 2006:289-290).

Model VAR juga untuk menjawab tantangan kesulitan yang ditemui akibat model struktural yang harus mengacu pada teori, sementara seringkali teori tidak mampu menjelaskan pada suatu fenomena yang terjadi. Dalam metode VAR hanya perlu ditentukan :

- variabel yang saling berinteraksi (menyebabkan) yang perlu dimasukkan dalam sistem ; dan
- banyaknya variabel jeda (*lag*) yang perlu diikutsertakan dalam model, yang diharapkan dapat menangkap keterkaitan antar variabel dalam sistem.

Berikut ini adalah beberapa keunggulan dari metode VAR:

1. Model VAR sangat berguna untuk sebagai tahap awal untuk menganalisa hubungan saling ketergantungan (*interrelationships*) antar data time series yang berbeda.
2. Model VAR juga sangat mudah untuk diestimasi karena bisa menggunakan metode OLS. Namun yang harus diingat bahwa model